

Übernahmerecht

Universität Wien
SS 2025, Teil III

RA Dr. Mario Gall
mario.gall@eylaw.at

Inhalt

- Preisbildung beim Pflichtangebot
- Syndizierung und Angebotspflicht/Fortsetzung
- Ausnahmen von der Angebotspflicht
- Entscheidungspraxis der ÜbK

Preisbildung beim Pflichtangebot

- Doppelte Preisuntergrenze (§ 26 Abs 1 ÜbG)
 - Referenztransaktionen im Bieterkreis (Vorerwerbe) und Marktpreise
 - *„Preis eines Pflichtangebots [...] darf die höchste vom Bieter oder von einem gemeinsam mit ihm vorgehenden Rechtsträger (§ 1 Z 6) innerhalb der letzten zwölf Monate vor Anzeige des Angebots in Geld gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für dieses Beteiligungspapier der Zielgesellschaft nicht unterschreiten.[...]“*
 - *„Der Preis muss weiters mindestens dem durchschnittlichen nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichteten Börsenkurs des jeweiligen Beteiligungspapiers während der letzten sechs Monate vor demjenigen Tag entsprechen, an dem die Absicht, ein Angebot abzugeben, bekannt gemacht wurde.“*

Preisbildung beim Pflichtangebot

- Ratio
 - Gleichbehandlung
 - Referenztransaktionen – subjektive Wertzumessung durch Bieter, aber insb auch veräußernde Kontroll- bzw Paketaktionäre
 - Verteilung einer allfälligen Kontrollprämie (ErIRV 1276 BlgNR 20. GP, 46, „Paketzuschlag“)
 - Börsenkurs – objektive Wertzumessung, Marktpreise
- Relevanz des Börsenkurses
 - Fehlen einer Referenztransaktion, zB Syndizierung ohne Aktienerwerb
 - Beteiligungsaufbau über die Börse
 - Unangemessene Referenztransaktionen
 - Ratio: Angemessenheit der Austrittsbedingungen, Gleichbehandlung

Preisbildung beim Pflichtangebot

- Keine generelle Pflicht zur Unternehmensbewertung
- Antrag auf Überprüfung (§ 33 Abs 1 Z 1 ÜbG)
 - 3 Monatsfrist (Ergebnisveröffentlichung)
 - 1%/EUR 70.000 Hürde

Preisbildung beim Pflichtangebot

- 1. Vorerwerbe der letzten 12 Monate
 - Stichtag: Anzeige des Angebots bei der ÜbK
 - Erwerbe gemeinsam vorgehender Rechtsträger
 - Gewährte oder vereinbarte Leistungen
 - Relevanz aller Leistungen im wirtschaftlichen Zusammenhang

Preisbildung beim Pflichtangebot

- 2. Durchschnittlicher Börsenkurs der letzten 6 Monate
 - Stichtag: Absichtsbekanntgabe
 - Gewichtung nach Handelsvolumen
 - Sonderfälle:
 - Unterschiedliche Aktiengattungen
 - Sachgegenleistungen
 - Mittelbarer Kontrollwechsel
 - Festlegung unter besonderen Umständen
 - Änderung der Umstände

Preisbildung beim Pflichtangebot

- 2. Durchschnittlicher Börsenkurs der letzten 6 Monate
 - Ausnahme: Illiquidität
 - Liquidität des börslichen Handels – große Unterschiede innerhalb des geregelten Marktes; Volumina/Frequenz
 - Ausnahmen von den Preisbildungsregeln unpassend bei Illiquidität, § 26 Abs 3 Satz 2 ÜbG:
„Im Übrigen ist der Preis des Angebots unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (§ 3 Z 1) und unter Berücksichtigung des Abs. 1 und 2 angemessen festzulegen, wenn [...] 2. die vom Bieter innerhalb der letzten zwölf Monate gewährte oder vereinbarte Gegenleistung unter Berücksichtigung besonderer Umstände festgelegt wurde; 3. sich die Verhältnisse innerhalb der letzten zwölf Monate wesentlich geändert haben.“

Preisbildung beim Pflichtangebot

- 2. Durchschnittlicher Börsenkurs der letzten 6 Monate
 - Ausnahme: Illiquidität
 - Entscheidung „Porr“, Stellungnahme ÜbK, GZ 2012/1/4 – 24, 6.11.2012:
 - Abstellen auf einen historischen Durchschnittskurs und eine damit verbundene objektive Marktbewertung setzen ein Funktionieren des Börsemarktes voraus
 - § 5 Abs 4 WpÜG-AngVO
 - „Sind für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung [...] an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und weichen mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab, so hat die Höhe der Gegenleistung dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen.“
 - Wertungen des deutschen Gesetzgebers in einer Parallelwertung herangezogen

Preisbildung beim Pflichtangebot

- 2. Durchschnittlicher Börsenkurs der letzten 6 Monate
 - Entscheidung „Porr“, Stellungnahme ÜbK, GZ 2012/1/4 – 24, 6.11.2012:
 - Kursschwankungen bei den Beteiligungspapieren der Porr bereits mit einer äußerst geringen Handelsaktivität bewirkt
 - kursrelevante Informationen in Form von Adhoc-Meldungen in der Vergangenheit nicht zu nennenswerten Transaktionen geführt
 - atypische Veränderungen des Spread zwischen Stamm- und Vorzugsaktien Hinweis dafür, dass der Börsenkurs der Beteiligungspapiere nicht nach den Regeln des freien Marktes gebildet
 - -> historische Börse-Durchschnittskurs aufgrund der Marktenge verfälscht, ratio legis spricht gegen die Anwendung der zweiten Preisuntergrenze; § 26 Abs 1 ÜbG teleologisch zu reduzieren
 - Pakettransaktion - vom Börsenkurs abweichende Bewertung durch zwei voneinander unabhängige Aktionäre mit genauen Kenntnissen der wirtschaftlichen Lage und des Wertes der Zielgesellschaft
 - -> Referenztransaktion alleine ausschlaggebend für die Preisbildung; Preis durch Multiplikator-Analyse auf Basis des EBITDA plausibilisiert

Sonderfall: Delisting-Übernahmeangebot

- Börse-G Novelle, seit 3.1.2018 (§ 27e ÜbG)
 - Weitere Preisuntergrenze: 5 Tages Durchschnitt
 - *„Für den Preis des Angebots gilt § 26 mit der Maßgabe, dass der Preis weiters mindestens dem durchschnittlichen nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichteten Börsenkurs des jeweiligen Beteiligungspapiers während der letzten fünf Börsetage vor demjenigen Tag entsprechen muss, an dem die Absicht, die Beendigung der Handelszulassung zu bewirken, bekannt gemacht wurde. Liegt der so ermittelte Preis jedoch offensichtlich unter dem tatsächlichen Wert des Unternehmens, so ist der Preis des Angebots angemessen festzulegen“.*
- Stichtag: Bekanntgabe der Delisting-Absicht
- „kursorische“ Unternehmensbewertung
- Materialien: approximative Unternehmensbewertung, Multiples
- Antrag auf Überprüfung der Angemessenheit
- Angemessenheitsfiktion: Annahmequote >50%

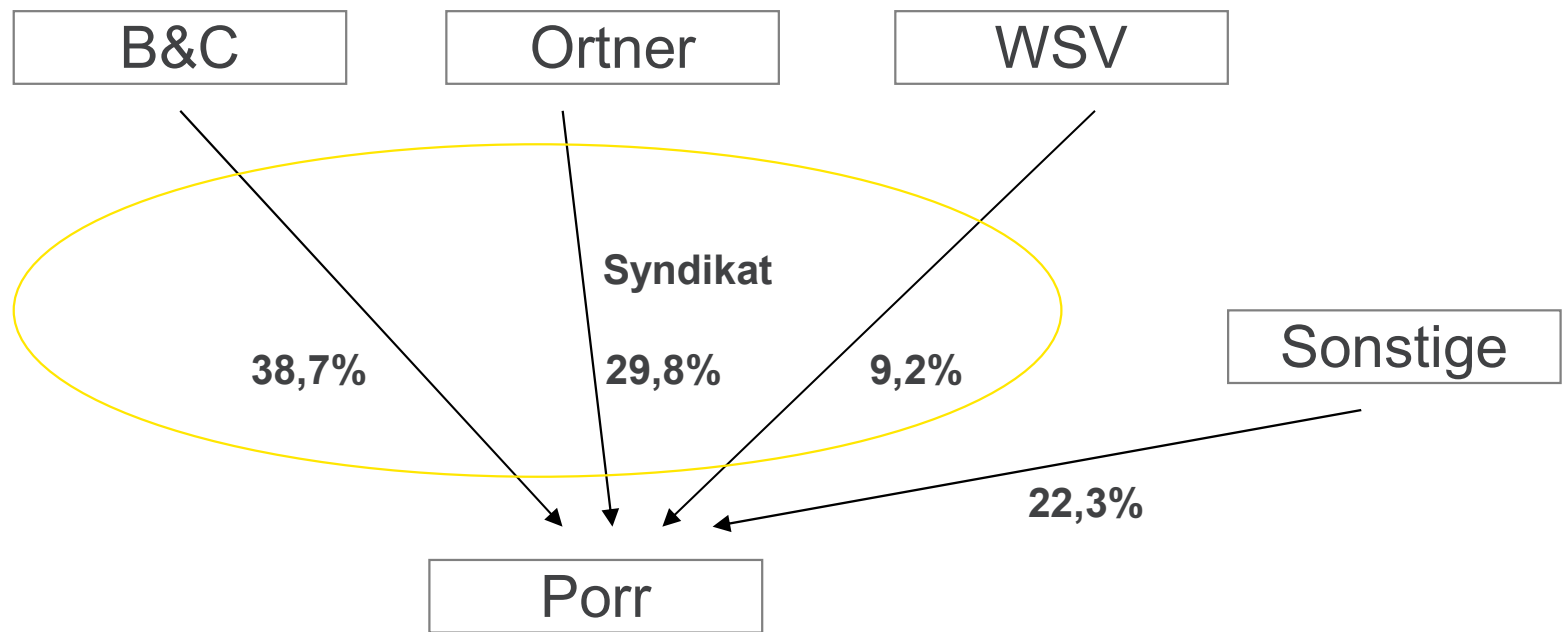
Sonderfall: Delisting-Übernahmeangebot

- Delisting-Angebot, Ottakringer Getränke AG, GZ 2023/2/5, 29.9.2023:
 - Börsenkurse der Stamm- und Vorzugsaktien der Zielgesellschaft (i) während der letzten sechs Monate vor demjenigen Tag, an dem die Absicht, die Beendigung der Handelszulassung zu bewirken, bekannt gemacht wurde und (ii) während der letzten fünf Börsetage vor demjenigen Tag, an dem die Absicht, die Beendigung der Handelszulassung zu bewirken, bekannt gemacht wurde, nicht als Untergrenze des Angebotspreises heranzuziehen (Beschlüsse des 2. Senates der ÜbK zu GZ 2023/2/5 [Ottakringer Getränke AG]).
 - Grund dafür ist, dass dem Kurs dieser Aktien aufgrund der Illiquidität keine Aussagekraft zukommt.
 - Da die Bieter und die mit ihnen gemeinsam vorgehenden Rechtsträger innerhalb der vergangenen 12 Monate auch keine Aktien der Zielgesellschaft erworben haben und somit auch keine Referenztransaktion vorliegt, bildet nach Rechtsansicht des 2. Senats der ÜbK allein der anteilige Unternehmenswert der Zielgesellschaft die Untergrenze für die Preise des gegenständlichen Angebots.

Sonderfall: Delisting-Übernahmeangebot

- Delisting-Angebot, Ottakringer Getränke AG, GZ 2023/2/5, 29.9.2023:
 - Der Unternehmenswert ist nach Rechtsansicht des 2. Senats der ÜbK durch einen von der ÜbK zu bestellenden unabhängigen Sachverständigen zu ermitteln.
 - Volles Unternehmenswertgutachten gemäß dem Fachgutachten KFS/BW1 (Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26.03.2014) erstattet; Unternehmenswert mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens aus dem Barwert der zu erwartenden finanziellen Überschüssen aus der operativen Geschäftstätigkeit abgeleitet (Discounted Cash-Flow-Verfahren - DCF).

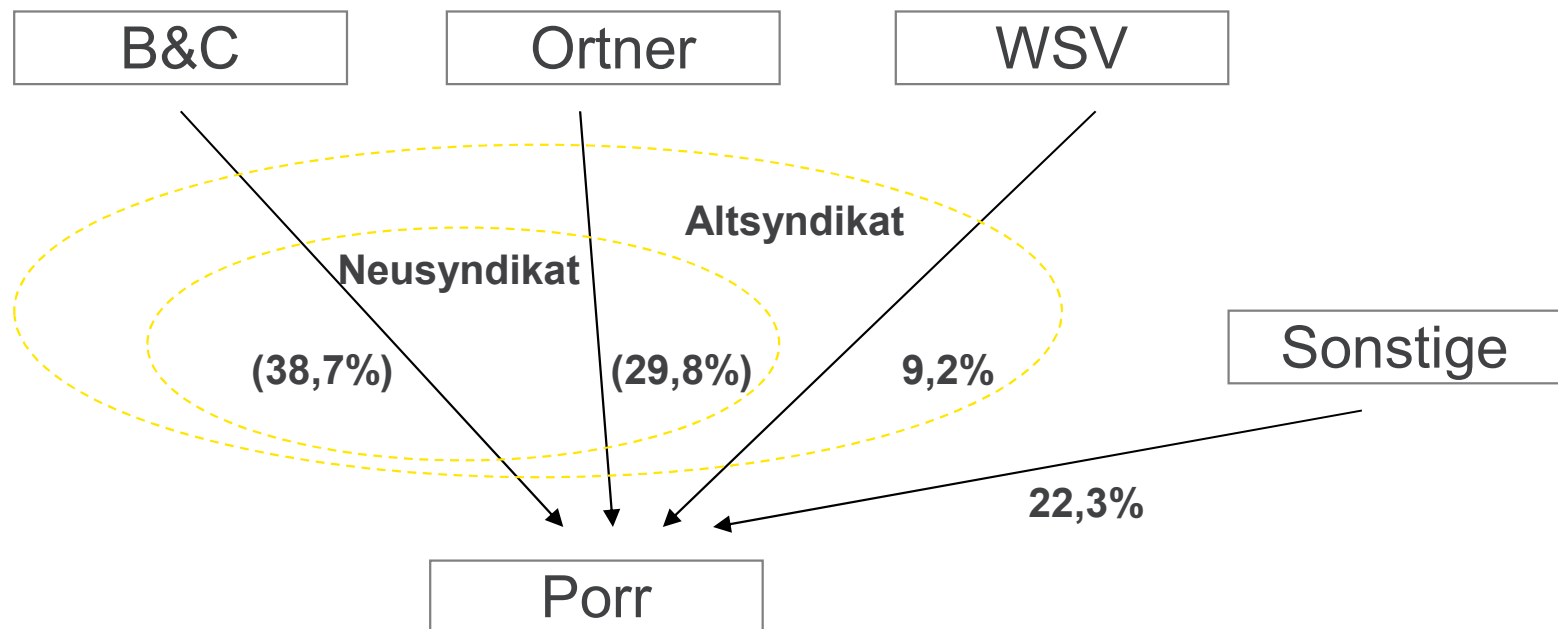
1) Ausgangslage



Einstimmigkeitssyndikat

Nominierungsrechte für je 2 Kapitalvertreter im AR (aus 8)

2) Auflösung des Syndikats mit 1.3.2010,
Neuabschluss zwischen B&C und Ortner



Neusyndikat

- Einstimmigkeitssyndikat
- syndikatsverhangen nur je 25% plus 1; freiwillige Stimmrechtsbeschränkung auf 50% des Grundkapitals in der HV
- Besetzung der Mehrzahl der Mandate der Kapitalvertreter im Aufsichtsrat, nicht aber der Gesamtmehrheit (inkl AN Vertreter)

3) Beurteilung der ÜbK

- Im Ergebnis Austritt aus einem Syndikat
- Materielle Beurteilung nach § 22 a Z 3

„Die Angebotspflicht [...] besteht auch dann, wenn durch die Änderung [...] einer Gruppe oder der Absprache [...] die Willensbildung in der Gruppe von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe von Rechtsträgern beherrscht werden kann, wenn die Gruppe insgesamt eine kontrollierende Beteiligung hält.“

- Ausscheiden der WSV (bislang Einstimmigkeit); Vetorecht der WSV fällt weg

> relevante Änderung nach § 22a Z 3 liegt vor

3) Beurteilung der ÜbK

- Aber: Neben Änderung der Willensbildung auch mögliche Gefährdung der Beteiligungspapierinhaber zu berücksichtigen (Verweis auf Mat, 1382 BlgNR XXII. GP, 3)
 - Gesamtbeteiligung des Syndikats gesunken, Gewicht des Streubesitzes steigt
 - Mehrheit der Mitglieder im AR (inkl AN-Vertreter) unabhängig

> keine Gefährdung gegeben, daher § 22a Z 3 nicht erfüllt

Abstimmung zu ESG Fragen

- BaFin, 30.03.2023, Collaborative Engagement und die Zurechnung von Stimmrechten: Wann kann es heikel werden?

*„Nachhaltigkeit spielt für viele institutionelle Investoren eine zentrale Rolle. Die Themen Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung, oftmals abgekürzt mit der Bezeichnung ESG, stehen daher regelmäßig weit oben auf der Agenda, wenn sie mit Vertretern der Unternehmen sprechen, in die sie investieren. **Oftmals sprechen sich Investoren dazu untereinander ab, um ihre Positionen in puncto Nachhaltigkeit möglichst wirkungsvoll vertreten zu können.** Ein solcher Austausch kann unterschiedlich weit reichen, von der unverbindlichen Erörterung von **Nachhaltigkeitsthemen bis hin zur Vereinbarung eines gemeinsamen Vorgehens in den Gremien eines Unternehmens.***

*Das Problem dabei: Solche Absprachen können bestimmte **Zurechnungstatbestände des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)** erfüllen. Dies kann weitreichende organisatorische bzw. finanzielle Konsequenzen nach sich ziehen“.*

Abstimmung zu ESG Fragen

- Frühere (generelle) Guidance der ÜbK zum gemeinsamen Vorgehen
 - Leitfaden der ESMA betreffend die Zusammenarbeit von Aktionären und das gemeinsame Vorgehen zwischen Aktionären vom 12.11.2013 („white list“)
 - Information der Übernahmekommission zum Leitfaden der ESMA vom 4.4.2014
 - Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern ermöglicht eine nachhaltige Einflussnahme auf die Geschicke der Gesellschaft. Daher löst auch die bloß einmalige und punktuelle Koordination der Stimmrechte die Vermutung des gemeinsamen Vorgehens grundsätzlich aus.
 - Es ist somit nicht auf die Dauerhaftigkeit einer Abstimmung, sondern auf die Dauerhaftigkeit der Auswirkungen dieser Abstimmung abzustellen. Die Vermutung umfasst nach ständiger Praxis der ÜbK grundsätzlich auch die Absprache hinsichtlich eines einzigen Aufsichtsratsmitglieds (vgl. GZ 2007/2/2-30; GZ 2009/1/3-30)
 - „Für sich allein“ Kooperation von Aktionären vor der Abstimmung über nicht kontrollrelevante Angelegenheiten nicht tatbestandsmäßig iSd § 1 Z 6 ÜbG - gemeinsame Einberufung einer ao HV, Erstellen von Beschlussvorschlägen sowie die Ausübung der Stimmrechte zu anderen Tagesordnungspunkten wie zB Gewinnverwendung, Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien oder Kapitalerhöhungen unter Wahrung des Bezugsrechts.

Ausnahmen von der Angebotspflicht

- Konzept: formelle Kontrollschwelle – materielle Ausnahmen
- Offenlegung des Sachverhaltes gegenüber der ÜbK
- § 24 ÜbG:
 - Keine faktische Kontrollerlangung (mangelnde Beherrschungsmöglichkeit)
 - kein faktischer Kontrollwechsel
 - Ratio: kein Bedarf nach Konzerneingangsschutz
- § 25 ÜbG:
 - Echter Kontrollwechsel
 - Interessenabwägung spricht gegen Angebotspflicht
 - Volkswirtschaftliche Interessen, private Einzelinteressen etc.
 - Abfederung durch Auflagen/Bedingungen

Ausnahmen von der Angebotspflicht/2

- Mitteilungspflicht an die ÜbK (§ 24 ÜbG)
- Anzeigepflicht an die ÜbK (§ 25 ÜbG)
- Frist: jeweils 20 Börsetage ab Kontrollerlangung bzw Kontrollwechsel

Ausnahmen nach § 24 ÜbG

- Generalklausel (§ 24 Abs 1 ÜbG):
 - kontrollierende Beteiligung vermittelt faktisch keinen beherrschenden Einfluss oder
 - Rechtsträger der den Einfluss ausüben kann, wechselt nicht
= keine Änderung des Gefährdungspotenzials
 - Aber: Beherrschungsmöglichkeit genügt, Ausübung nicht Voraussetzung
- Deklarative Aufzählung von Tatbeständen (§ 24 Abs 2 und 3 ÜbG)

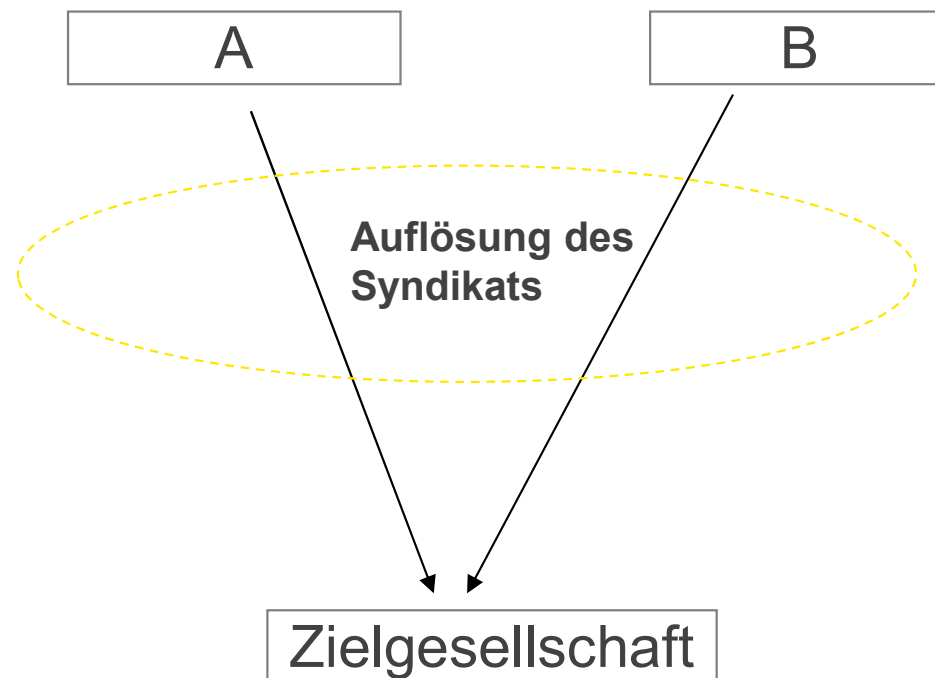
Ausnahmen nach § 24 ÜbG/Forts

- Keine Kontrollerlangung (Abs 2)
 - Majorisierung durch Drittaktionär (Z 1)
 - Mindestens gleich hohe Anzahl an Stimmrechten
 - Majorisierung durch HV-Präsenz (Z 2)
 - Keine HV Mehrheit bei üblicher HV Präsenz
 - Beschränkung durch Höchststimmrecht (Z 3)
 - Einschränkende Auslegung (75% Beteiligung?)

Ausnahmen nach § 24 ÜbG/Forts

- Kein Kontrollwechsel (Abs 3)
 - Umstrukturierung im Konzern und in kontrollierenden Gruppen (Z 1 und 2)
 - Verschmelzungen im Konzern
 - Vergesellschaftung von Syndikaten
 - Übertragung auf PS (Z 3)
 - Beherrschender Einfluss durch bislang kontrollierend Beteiligte
 - Gruppenbildung und –auflösung (Z 4)
 - zB Auflösung eines Unterordnungssyndikates

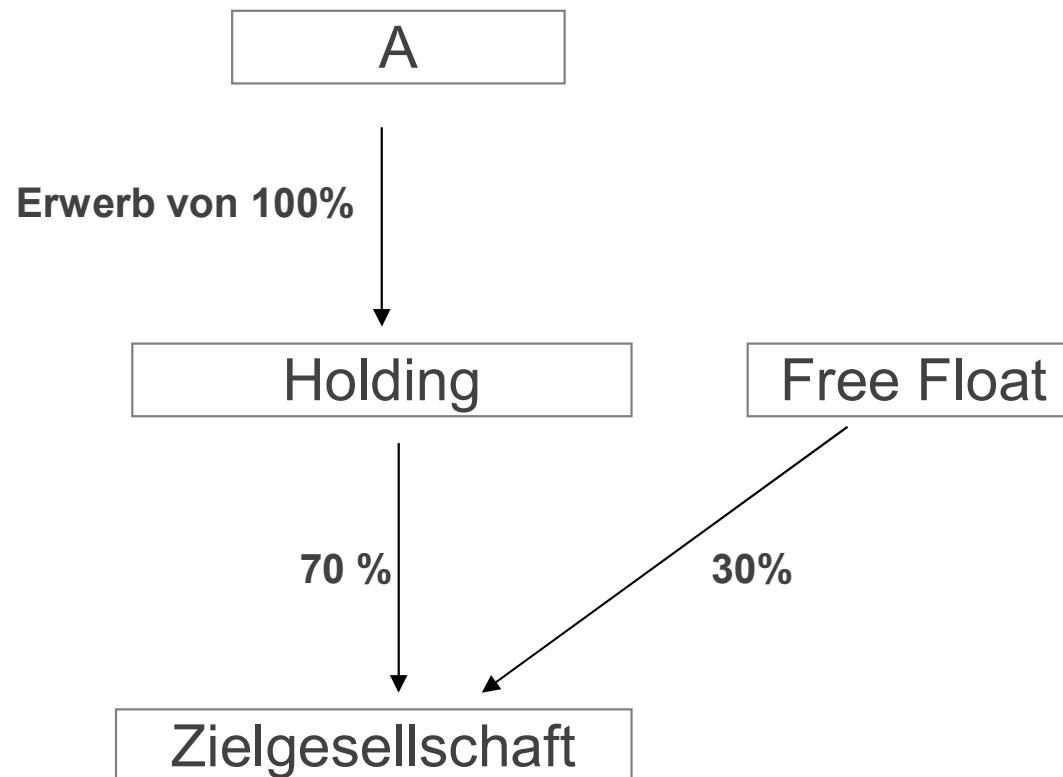
Auflösung eines Syndikates



Ausnahmen nach § 25 ÜbG

- Ausnahme trotz materiellen Kontrollwechsels
- Volkswirtschaftliche oder private Interessen
- Taxative Aufzählung
- Mittelbarer Kontrollerwerb (Z 1)
 - Kontrollerwerb als Nebeneffekt
 - Buchwert der unmittelbaren Beteiligung an der Zielgesellschaft weniger als 25% des Nettoaktivvermögens des erworbenen Rechtsträgers

Ausnahme bei mittelbarem Kontrollerwerb



Ausnahmen nach § 25 ÜbG/Forts

- Sanierung (Z 2)
 - Volkswirtschaftliche Sinnhaftigkeit
 - Angebotspflicht fragwürdig
 - Voraussetzungen:
 - Sanierungsbedarf
 - Sanierungsabsicht
 - Erwerb zur Sicherung von Forderungen
- Unbeabsichtigter oder vorübergehender Kontrollwechsel (Z 3)
 - Vorübergehende oder unbeabsichtigte Überschreitung und unverzügliche Rückgängigmachung
 - Tatsachenirrtum
 - Keine Ausübung der Kontrolle

AD HOC Information: BENE AG vereinbart Kapitalerhöhung: Bartenstein Holding GmbH und grosso holding GmbH steigen ein

27.03.2015

Die an der Wiener Börse notierte Bene AG hat ihren Investorenbieterprozess heute erfolgreich abgeschlossen und mit den beiden österreichischen Investoren Bartenstein Holding GmbH und grosso holding GmbH neue Mehrheitsgesellschafter präsentiert. Zugleich hat Bene mit beiden Investoren sowie den finanzierenden Banken ein umfassendes Finanzierungspaket verabschiedet. Die Umsetzung dieser Vereinbarung bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung der Bene AG, die zeitnahe einberufen wird. Der Investoreneinstieg sichert dem Unternehmen frisches Kapital sowie den Fortbestand der Marke BENE und die Aufrechterhaltung der Produktion in Waidhofen/Ybbs. Die Bene Gruppe ist damit nachhaltig abgesichert und für neues Wachstum auf den internationalen Märkten gut gerüstet

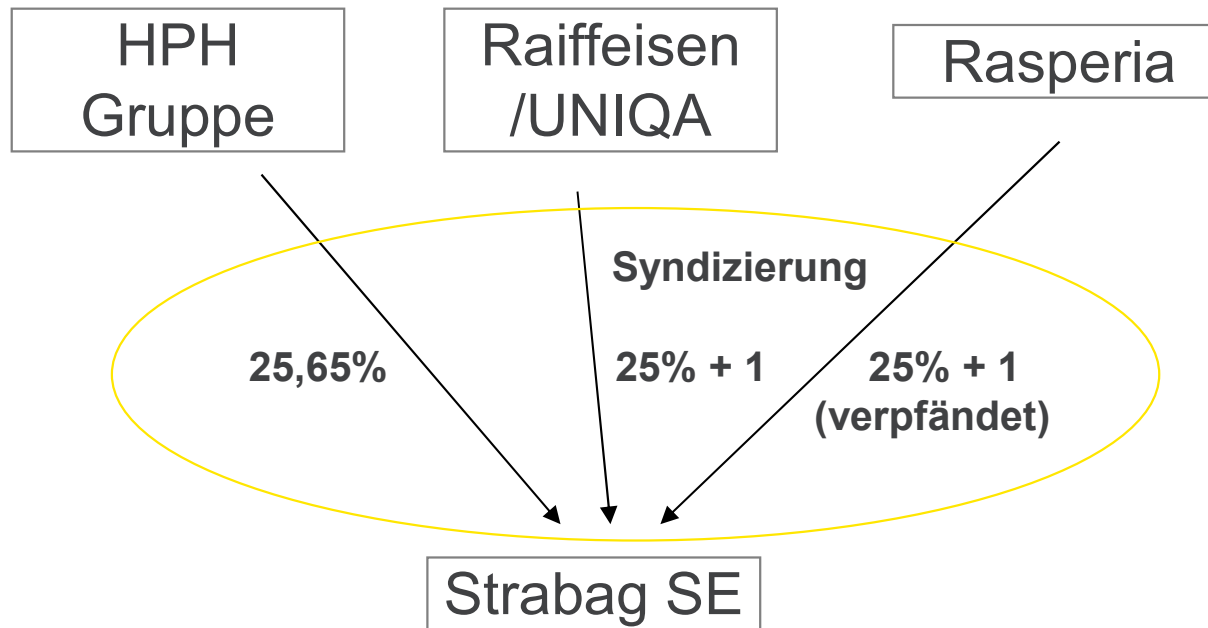
AD HOC Information: BENE AG vereinbart Kapitalerhöhung: Bartenstein Holding GmbH und grosso holding GmbH steigen ein

Das Finanzierungspaket umfasst einen Kapitalschnitt mit einer Kapitalherabsetzung des Grundkapitals auf rund EUR 1,9 Mio., im Zuge derer jeweils 25 bestehende Aktien zu 2 Aktien zusammengelegt werden. Gleichzeitig werden beide Investoren gemeinsam EUR 18 Mio. frisches Kapital bereitstellen, um das Grundkapital von Bene unter Ausschluss des Bezugsrechts zu erhöhen. Nach Finalisierung des Finanzierungspakets werden beide Investoren gemeinsam über 90 % der Aktien an der Bene AG halten. Das Closing der Transaktion ist für Juni 2015 geplant. In der Folge beabsichtigen die Investoren einen Gesellschafterausschluss nach Maßgabe der gesetzlichen Regeln bis spätestens zum 31.12.2015 durchzuführen, wofür die Investoren eine Barabfindung in Höhe von insgesamt EUR 2 Mio. zusagten. Mit den finanzierenden Banken wurde ein Finanzierungsbeitrag durch einen substantiellen Schuldennachlass vereinbart. [...]

OGH vom 13.3.2014, 6 Ob37/14f

- Zielgesellschaft in der Krise
- Erwerb eines Mehrheitspaktes von 51% des Grundkapitals durch L S.A.
- Kaufpreis EUR 3,93 je Aktie plus EUR 600.000 für Erwerb bestimmter Ansprüche (ca weitere EUR 2,35 je Aktie)
- Damaliger Aktienkurs EUR 4,90
- Erwerb von Bankkrediten um EUR 1 (Kredite über EUR 24 mn)
- ÜbK/OGH:
 - Sanierungsbedarf und Sanierungsabsicht bejaht,
 - Aber: Anordnung der Angebotspflicht nach § 25 Abs 2 zur Sicherstellung der Gleichbehandlung
 - Kernaktionär erhält substantielle und keineswegs nur symbolische Gegenleistung, dh auch Streubesitz muss Angebot erhalten

Ausgangslage



Leitsätze:

- Der Austritt eines Syndikatspartners aus einem Einstimmigkeitssyndikat stellt grundsätzlich einen Kontrollwechsel dar (§ 22a Z 3 ÜbG).
- Bereits ein starkes Auseinanderfallen von wirtschaftlichem Risiko und Einfluss mittels Stimmrecht kann einen Kontrollwechsel bewirken (Umgehungsschutz).
- Bei Ausscheiden aus einem Syndikat ist dennoch kein Pflichtangebot zu stellen, wenn das Ausscheiden Folge einer Sicherungsverwertung ist und eine anderweitige Verwertung nicht möglich ist (§ 25 Abs 1 Z 2 2. Fall ÜbG per analogiam).
- Eine Privilegierung ist aber dann nicht möglich, wenn bei Sicherheitseinräumung bereits von einer Verwertung durch Erwerb des Sicherungsnehmers auszugehen ist.
- Eine Befreiung wegen Schlagendwerden einer Besicherung ist aber idR nur unter Auflagen möglich (Stimmrechtsbeschränkung, Beteiligungsabbau, Wahl von Minderheitenvertretern in den Aufsichtsrat)

Ausnahmen nach § 25 ÜbG/Forts

- Unbeabsichtigter oder vorübergehender Kontrollwechsel (Z 3)
 - Vorübergehende oder unbeabsichtigte Überschreitung und unverzügliche Rückgängigmachung
 - Tatsachenirrtum
 - Keine Ausübung der Kontrolle

Ausnahmen nach § 25 ÜbG/Forts

- Schenkung, Erbgang und Scheidung (Z 4)
- Mittelbare Übertragung an Angehörige (Z 5)
- Squeeze-out statt Pflichtangebot (Z 6)
 - Squeeze-out binnen 5 Monaten ab Kontrollerlangung